

汇率不完全传递与货币政策：中国经验

学校编码：10384  
学号：15620060153064

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦门大学

博 士 学 位 论 文

汇率不完全传递与货币政策：中国经验

**Incomplete Exchange Rate Pass-through  
and Monetary Policy in China**

阮峰

指导教师姓名：江曙霞教授

专 业 名 称：金融学

论文提交日期：2009 年 7 月

论文答辩时间：2009 年 9 月

学位授予日期：2009 年

答辩委员会主席：\_\_

评阅人：\_\_\_\_\_

2009 年 7 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名): 阮峥

2009 年 8 月 20 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

☐ 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年     月     日解密，解密后适用上述授权。

☐ 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：阮峥

2009 年 8 月 20 日

## 摘要

汇率不完全传递是一种普遍现象,指价格(国内价格或贸易价格)不随着汇率发生同比例变动,而且价格变动程度小于汇率。自 20 世纪 90 年代以来,汇率传递程度呈下降趋势。汇率不完全传递影响着货币政策的制定和实施,稳健的货币政策可以创造低通胀的环境;汇率传递程度的降低,减少了汇率变动对国内货币政策效果的影响,也有利于国内货币政策的开展。

在既有研究的基础上,本文从我国的实际出发,对我国现实情况进行实证分析。首先对我国改革开放以来汇率、价格和货币政策变量进行图表分析,发现我国 CPI 走势紧跟着上一年的货币供应量的变化,而 CPI 的变动与人民币汇率变动则存在一定的相关关系。本文通过计量分析研究我国人民币汇率传递的情况,先利用协整方程的一般差分模型和误差修正模型的单方程回归方法研究人民币汇率向贸易价格的传递弹性,发现我国出口价格的汇率传递不论在短期内还是长期内都是不完全的,2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革之后,我国出口美国的商品价格的汇率传递程度略有下降,但下降幅度不大。本文利用向量自回归模型研究发现,人民币汇率向国内价格的传递是不完全的,而且传递弹性很小;人民币汇率波动对 PPI 的影响大于对传递链条末端的 CPI 的影响;在 2005 年汇改之后,人民币汇率向国内价格(包括 PPI 和 CPI)的传递弹性出现明显下降。本文结合人民币汇率传递程度的下降趋势以及既有理论研究,得出我国货币政策对汇率波动和国内需求的影响将呈现扩大的趋势,而对贸易收支的影响将呈现下降趋势的结论。建议采用多种手段解决我国外部失衡问题,逐步推进跨境贸易人民币结算,调整出口结构,实行稳定、可信的货币政策,稳定通货膨胀预期。

**关键词:** 汇率不完全传递; 货币政策; 实证研究

## Abstract

Exchange rate pass-through (ERPT) is always incomplete and EPRT has been declining since 1990's. Incomplete EPRT influences decision making and implementation of monetary policies because stable monetary policy helps create low inflation environment and incomplete EPRT decreases exchange rate's influence on monetary policy effects.

This dissertation is focused on empirical researches on China's EPRT. First, graph analysis shows that China's CPI is highly correlated with the last year's monetary supply, and is in some extent related with RMB exchange rate. Second, RMB ERPT to trade prices is analyzed by co-integration and error correction model (ECM). China's ERPT to export prices are found incomplete in both short term and long term, and RMB ERPT to export prices to US has declined since RMB exchange rate regime reform in 2005. Third, RMB ERPT to domestic prices is analyzed by vector auto-regression (VAR). RMB ERPT to domestic prices is found highly incomplete and RMB ERPT to PPI is higher than ERPT to CPI, which shows that ERPT decline along the price transmission path. Since 2005, RMB ERPT to domestic prices (including PPI and CPI) has declined sharply. According to the empirical results and Betts and Devereux's analysis, China's monetary policy would influence RMB exchange rate and domestic demand more than before and influence trade balance less. Only exchange rate adjustment could not solve China's external unbalance problems, and China should extend RMB settlement in international trade gradually, adjust export structure, take stable and creditable monetary policy, and stabilize inflation expectation.

**Keyword:** Incomplete ERPT; Monetary policy; Empirical research

# 目 录

<b>第一章 导言</b>	<b>14</b>
<b>第一节 问题的提出</b>	<b>14</b>
一、研究背景	14
二、选题意义	16
<b>第二节 文章结构与方法</b>	<b>18</b>
一、本文的研究对象和研究思路	18
二、结构框架	19
三、研究方法	20
四、贡献与不足	22
<b>第二章 汇率不完全传递的文献综述</b>	<b>25</b>
<b>第一节 汇率不完全传递的理论研究</b>	<b>26</b>
一、经济现象不支持汇率完全传递理论	26
二、汇率不完全传递的理论解释	27
<b>第二节 汇率不完全传递的实证研究综述</b>	<b>33</b>
一、研究对象	34
二、计量方法	35
三、研究结论	37
<b>第三章 汇率不完全传递与货币政策的关系</b>	<b>45</b>
<b>第一节 货币政策对汇率传递弹性的影响</b>	<b>45</b>
一、基本模型设定	46
二、经济主体的最优化行为	47
三、货币政策对于企业定价的制约作用与汇率传递	49
<b>第二节 汇率传递对货币政策成效的影响</b>	<b>50</b>
一、基本假设	51
二、一般均衡模型	53
三、汇率不完全传递对货币政策成效的影响	54
<b>第四章 我国汇率、价格和货币政策变动总特征</b>	<b>59</b>
<b>第一节 人民币汇率制度的演变</b>	<b>59</b>
一、计划经济时期（1953—1978 年）	59
二、经济体制转轨初期（1979—1993 年）	61
三、市场经济时期（1994 年至今）	62
<b>第二节 我国货币政策的实践</b>	<b>64</b>
一、我国货币政策的实践	64
二、我国的货币政策指标：货币供应量与利率	71
<b>第三节 改革开放以来我国主要经济变量的走势</b>	<b>73</b>
一、人民币汇率指标走势	73
二、国内价格的变动情况及特征	78

三、货币政策指标走势.....	81
四、人民币汇率、国内价格、货币政策变动之间的联系.....	84
<b>第五章 人民币汇率向贸易价格的传递与启示 .....</b>	<b>86</b>
<b>第一节 基于一般差分模型的实证检验.....</b>	<b>86</b>
一、理论模型.....	86
二、计量模型.....	87
三、数据选择与计量方程.....	87
四、回归结果与分析.....	90
<b>第二节 基于误差修正模型 (ECM) 的实证检验.....</b>	<b>94</b>
一、计量模型与方法.....	94
二、数据与具体模型.....	95
三、回归结果与分析.....	96
<b>第三节 人民币汇率向贸易价格不完全传递的原因与启示.....</b>	<b>102</b>
一、人民币汇率向贸易价格传递的实证结论.....	102
二、人民币汇率向出口价格不完全传递的微观案例.....	104
三、人民币汇率不完全传递的原因探析.....	106
四、政策启示.....	109
<b>第六章 人民币汇率向国内价格的传递与货币政策 .....</b>	<b>113</b>
<b>第一节 基于向量自回归模型的实证检验.....</b>	<b>113</b>
一、汇率变动对国内价格的影响途径.....	113
二、针对汇率影响途径的实证研究方法.....	114
三、数据描述与处理.....	115
四、变量间相互关系检验.....	116
五、实证分析框架与识别过程.....	117
六、脉冲响应函数与方差分解.....	119
七、人民币汇率传递弹性的变化趋势.....	122
八、货币政策对国内物价的影响.....	126
<b>第二节 人民币汇率不完全传递对我国货币政策的启示.....</b>	<b>132</b>
一、人民币汇率向国内价格传递的实证结论.....	132
二、人民币汇率传递程度下降对我国货币政策的影响.....	132
三、人民币汇率向国内价格的不完全传递对我国货币政策的启示.....	133
<b>第七章 结论和政策建议 .....</b>	<b>136</b>
<b>第一节 本文研究的主要结论.....</b>	<b>136</b>
一、汇率传递与货币政策的关系.....	136
二、我国货币政策与物价、汇率的基本关系.....	137
三、人民币汇率向贸易价格的传递弹性.....	137
四、人民币汇率向国内价格的传递弹性.....	138
<b>第二节 相关启示及对策 .....</b>	<b>138</b>
一、解决我国外部失衡问题，不能只依赖人民币升值.....	138
二、以改善贸易收支为目的的汇率调整幅度不宜过大.....	139
三、逐步推进跨境贸易人民币结算.....	139

四、调整出口结构, 改变我国出口价格恶性竞争的局面.....	139
五、通过人民币升值抑制通货膨胀的效果有限.....	140
六、应实行稳定、可信的货币政策, 稳定通货膨胀预期.....	140
<b>关于汇率传递的实证文献综述附表 (共 107 篇) .....</b>	<b>141</b>
附表 1 实证文献综述之多国比较研究 (29 篇) .....	141
附表 2 实证文献综述之一国整体汇率传递弹性研究 (26 篇) .....	151
附表 3 实证文献综述之多产业比较研究 (25 篇) .....	159
附表 4 实证文献综述之单个产业研究 (7 篇) .....	167
附表 5 实证文献综述之人民币汇率传递机制实证研究 (20 篇) .....	169
<b>参考文献.....</b>	<b>176</b>



## 图表目录

图 1-1	汇率变动对国内价格的传导途径.....	19
图 1-2	文章结构图 .....	20
图 4-1	人民币三种汇率走势图.....	76
图 4-2	人民币三种汇率升值幅度对比图.....	77
图 4-3	国内物价走势图 .....	80
图 4-4	货币供应量及其增幅走势图.....	82
图 4-5	人民币存贷款利率走势图.....	83
图 4-6	我国汇率、价格、货币、利率走势图.....	84
图 6-1	人民币变动对国内物价的影响途径.....	114
图 6-2	汇率变动对价格的影响途径.....	114
图 6-3	汇率变化对 PPI 和 CPI 的影响.....	120
图 6-4	汇率变化对 PPI 和 CPI 的影响.....	121
图 6-5	不同时期汇率变化对 PPI 的影响.....	123
图 6-6	不同时期汇率变化对 CPI 的影响.....	124
图 6-7	不同时期汇率变化对 PPI 的影响.....	125
图 6-8	不同时期汇率变化对 CPI 的影响.....	126
图 6-9	货币供应量的影响效应.....	127
图 6-10	不同时期货币供应量的影响效应.....	129
图 6-11	利率的影响效应 .....	130
图 6-12	不同时期利率的影响效应.....	131
表 4-1	人民币汇率制度的历史演变.....	63
表 4-2	我国货币政策与经济增长.....	70
表 4-3	IMF 人民币汇率指数.....	75
表 4-4	国内物价指数 .....	79
表 4-5	我国的货币供应量统计.....	81
表 4-6	人民币年度平均存贷款利率.....	82
表 5-1	人民币汇率向贸易价格传递的弹性.....	103
表 5-2	同创公司出口数据.....	104
表 5-3	同创公司出口数据（指数） .....	105
表 5-4	同创公司的汇率传递能力.....	106
表 6-1	协整检验结果 .....	116
表 6-2	解释变量(A) 是否为被解释变量(B) 的格兰杰原因 .....	117
表 6-3	PPIP 的方差分解 .....	120
表 6-4	CPIP 的方差分解 .....	120
表 6-5	PPIP 的方差分解 .....	122
表 6-6	CPIP 的方差分解 .....	122
表 6-7	人民币汇率向国内价格传递弹性一览表.....	132

# Contents

<b>1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>9</b>
1.1	about the topic.....	9
1.1.1	research background.....	9
1.1.2	significance for China.....	11
1.2	structure and new ideas.....	13
1.2.1	object of study.....	14
1.2.2	structure.....	14
1.2.3	research method.....	15
1.2.4	contributions and further research.....	17
<b>2</b>	<b>Literature review on incomplete ERPT.....</b>	<b>20</b>
2.1	Explanations on incomplete ERPT.....	21
2.1.1	classical economics and complete ERPT.....	21
2.1.2	explanations on incomplete ERPT.....	22
2.2	Review on empirical study on incomplete ERPT .....	28
2.2.1	objects of study.....	29
2.2.2	methods.....	30
2.2.3	empirical results.....	32
<b>3</b>	<b>Incomplete ERPT and monetary policy.....</b>	<b>40</b>
3.1	infuence of monetary policy on ERPT.....	40
3.1.1	basic model.....	41
3.1.2	optimization.....	42
3.1.3	influence of monetary policy on pricing and ERPT.....	44
3.2	influence of ERPT on monetary policy effects.....	45
3.2.1	basic assumption.....	46
3.2.2	general equilibrium moedl.....	48
3.2.3	conclusion.....	49
<b>4</b>	<b>China' s exchange rate, prices and monetary policy</b>	
	.....	<b>54</b>
4.1	RMB exchange rate regime.....	54
4.1.1	1953—1978.....	54
4.1.2	1979—1993.....	56
4.1.3	since 1994.....	57
4.2	monetary policy in China.....	59
4.2.1	history of China' s monetary policy.....	59
4.2.2	monetary supply and interest rates in China.....	66

4.3	China's economic indices since economic reform.....	68
4.3.1	RMB exchange rate.....	68
4.3.2	demoestic prices.....	73
4.3.3	monetary policy indices.....	76
4.3.4	relations among economic indices.....	79
5	RMB ERPT to trade prices .....	81
5.1	empirical test based on general difference models.....	81
5.1.1	theoretic model.....	81
5.1.2	empirical methods.....	82
5.1.3	data and models.....	82
5.1.4	results.....	85
5.2	empirical test based on ECM .....	89
5.2.1	empirical methods.....	89
5.2.2	data and models.....	90
5.2.3	results.....	91
5.3	explanations and implication of incomplete RMB ERPT...	97
5.3.1	empirical results.....	97
5.3.2	microfinancial cases on incomplete RMB ERPT.....	99
5.3.3	explanations of incomplete RMB ERPT.....	101
5.3.4	policy implications.....	104
6	RMB ERPT to domestic prices and monetary policy	108
6.1	empirical test based on VAR.....	108
6.1.1	transmission path from exchange rate to domestic prices .....	108
6.1.2	empirical methods.....	109
6.1.3	data.....	110
6.1.4	correlation between variables.....	111
6.1.5	empirical framework.....	112
6.1.6	pulse response and variance decomposition.....	114
6.1.7	changing of RMB ERPT.....	117
6.1.8	influence of monetary policy on domestic prices.....	121
6.2	implicaitions of incomplete RMB ERPT.....	127
6.2.1	empirical results.....	127
6.2.2	effects of declining RMB ERPT on monetary policy.....	127
6.2.3	poliy implications.....	128
7	Conclusioins and policy implications .....	131
7.1	main conclusions.....	131
7.1.1	relation between ERPT and monetary policy.....	131
7.1.2	relations among monetary policy, prices and exchange rate .....	132
7.1.3	RMB ERPT to trade prices.....	132

7.1.4 RMB ERPT to domestic prices.....	133
<b>7.2 policy implications.....</b>	<b>133</b>
7.2.1 on how to solve China' s external unbalance.....	133
7.2.2 on how to adjust RMB exchange rate.....	134
7.2.3 on RMB settlement in international trade.....	134
7.2.4 on China' s export structure.....	134
7.2.5 on controlling inflation.....	135
7.2.6 on stable and creditable monetary policy.....	135
<b>Attached forms of review on ERPT empirical researches</b>	<b>137</b>
1 comparisons of ERPT in different countries.....	136
2 on ERPT in one country.....	146
3 comparisons of ERPT in different industries.....	154
4 on ERPT in one industry.....	162
5 on RMB ERPT.....	164
<b>Reference.....</b>	<b>171</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

# 第一章 导言

## 第一节 问题的提出

### 一、研究背景

2005 年 7 月 21 日,我国对人民币汇率形成机制进行改革,开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。人民币汇率形成机制改革(以下简称“汇改”)之后,对人民币汇率传递的研究更显必要。一方面,汇改及之后四年人民币兑美元的升值,引发各界对人民币汇率变动影响的思考。不论是人民币汇率变动对国际贸易的影响还是对国内物价水平的影响,都必须沿着汇率向价格的传递途径展开分析,人民币汇率传递弹性的重要性浮出水面。另一方面,汇改之后,人民币汇率波动性加大,对货币政策决策的影响不可忽视,对于以控制通货膨胀为中心目标的货币政策来说,关注汇率的核心就是关注汇率与物价的联系,关注汇率传递弹性。

#### (一) 人民币升值与通货膨胀

2005 年汇改之后,人民币开始进入升值区间。从最简单的宏观经济学原理出发,根据经典的蒙代尔—弗莱明模型,人民币汇率升值不仅带来进口商品价格的下降,缓解国内价格上涨的压力,而且影响一国出口商品的竞争力,通过抑制出口和促进进口,改善因长期巨额顺差而产生国际收支不平衡的状况。相对价格的变化产生支出转换效应,国内消费资料和生产资料更多地采用国外产品,从而降低国内总需求,为国内经济降温,进一步缓解国内物价上升压力。

汇改至今四年,截至 2009 年 5 月 1 日人民币兑美元汇率累计升值 17.54%。然而从我国的物价情况来看,CPI 并没有因为人民币汇率的大幅升值而出现下行的趋势。相反在人民币汇率上升最快的 2007 年到 2008 年上半年的一年半时间内,人民币兑美元累计升值 12.15%;同期我国的物价受到近几年来少有的上涨压力,2008 年 2 月份,CPI 最高增幅达到 8.7%,创 1996 年 5 月以来的新

高。2008 年第四季度以来人民币兑美元汇率相对稳定，而 2009 年初我国 CPI 出现负增长，其原因更多的是因为全球金融危机导致的需求不足。人民币汇率和我国物价水平的联系似乎不像传统的宏观经济学原理所阐述的那样直接和紧密。汇率不完全传递机制可以解释以上现象，然而人民币汇率向我国商品价格（包括进出口价格和国内价格）的传递弹性到底有多大，还需要细致和严谨的研究才能说明。

## （二）汇改与人民币汇率传递

汇改之后人民币汇率波动范围扩大，对微观经济体的行为决策产生影响，一定程度上改变了人民币汇率向价格水平的传递机制，关于汇率波动对物价的影响需要新的实证研究。在 2005 年汇改之前，外贸进出口企业习惯了人民币盯着美元的汇率制度，为简化贸易定价中遇到的汇率问题，企业大多选择用美元结算。由于美元汇率波动不影响以美元结算的我国贸易企业的成本和收益，我国企业习惯于不关心国际市场上各国汇率的相对波动，也因此缺乏对于规避汇率风险意识和手段。

但在 2005 年汇改之后，至 2009 年 5 月 1 日人民币兑美元已经升值 17.54%，这意味着，若以美元结算，并且像从前那样在定价时不考虑汇率波动因素，也不使用规避汇率风险的金融手段，外贸出口企业的销售收入缩小了 17.54%。大部分企业都将因此丧失利润空间，亏损乃至倒闭。现实是，大部分出口企业利润受到了较大的影响，却仍然顽强地生存着。其中的原因除了企业压缩成本，利用远期汇率、贸易融资等金融工具和缩短收汇时间、延长付汇时间等贸易方式规避汇率带来的风险之外，还有一个非常重要的原因，就是企业在人民币升值进程中，对于已签的协议和国外企业进行协商提高价格，对于未签的订单，根据不断变化的人民币汇率和未来人民币的走势预期进行价格调整。从微观机制来看，汇改后，我国贸易企业在定价和议价过程中开始将汇率波动以及未来走势预期作为非常重要的因素来考虑。在研究目前人民币汇率影响净出口继而影响总产出的传导机制中，必须考虑微观主体定价行为的改变，必须考虑进出口定价对于汇率敏感性的问题，因此对于汇改后人民币汇率传递机制的研究是必要的。

### （三）人民币汇率传递与货币政策

2005 年 7 月我国汇改后，人民币汇率波动范围扩大，从货币政策制定的角度需要研究汇率波动对价格水平的影响。在汇改之前以及改革的最初阶段，无论理论界还是政策制订者，都担心人民币升值会如传统宏观经济理论所言，造成出口价格的上升，出口需求的下降以及经济增长放缓，甚至陷入 20 世纪 90 年代日本经济经历的那种长期衰退。汇改之后的很长一段时期里，我国政府对人民币升值保持着非常谨慎的态度。在 2007 年，国内出现了食品价格上涨带动的国内价格出现结构性上涨，通货膨胀压力日益增大，人民币升值预期强烈，贸易顺差和外汇储备再创新高的新的经济形势。在这样的环境下，在国内采取适度紧缩货币政策的同时，人民币升值幅度加快，特别是 2008 年上半年，人民币升值幅度高达之前两年半升值幅度的一半。人民币较快升值，理论上能够帮助缓解当时我国国内物价快速上涨的局面，实际效果如何，是制定和执行货币政策必须考虑的问题。

汇改之后人民币汇率波动性增强，对经济增长和通货膨胀的影响如何，成为货币政策的新课题。人民币汇率的浮动能够在多大程度上帮助货币政策控制通货膨胀？人民币汇率的波动是否给通货膨胀带来新的不稳定因素，从而加大了我国货币政策调控的难度？汇改之后汇率传递与货币政策之间的关系是否出现新动向？这些都是政策制定者和学者们非常关心而且必须解决的问题。

## 二、选题意义

对于人民币汇率传递的问题，本文先通过既有理论进行分析，再用我国的样本数据进行实证检验和对比分析，以进一步了解人民币汇率变动与我国物价水平、货币政策的关系。在理论和实证上从汇率价格传递的角度研究汇率变动对货币政策的影响，既具有政策上的针对性，又具有理论上的普遍性，因而具有很强的理论意义和实践意义。

### （一）理论意义

物价和汇率是开放经济体中两个最核心的经济变量之一，同时也是两个



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库